

外贸回升符合预期，经济过渡期已然来临

----2009 年 9 月份外贸数据点评

报告要点

■ 2009 年 9 月份中国对外贸易数据

9 月份当月我国实现外贸进出口总额为 2189.4 亿美元，同比下降 10.1%，降幅较上月有大幅收窄。其中出口值 1159.3 亿美元，同比下降 15.2%，环比增长 11.8%；进口为 1030.1 亿美元，首次突破千亿美元，同比下降 3.5%，环比增长 17%。当月贸易顺差 129.32 亿美元，同比下降 56.85%，较上月有所扩大。

■ 外贸回升符合预期，经济过渡期已然来临

从历史数据来看，每年的 7 月、9 月都是出口相对集中释放的时期，因此数据较异常。9 月份的数据依然在这个逻辑之内，和市场的预测误差并不大，也略好于我们的预期。经季节调整后，9 月份进出口同比增速收窄的幅度并没有显著改善，只能是稳步回升态势，其中出口为-20.1%，略高于彭博调查的-21%，进口为-16.2%，略低于市场预期的-15%。类似于 7 月份我们所经历的数据突然回升，这依然在验证 3 季度美国经济弱势复苏下外需难以超预期的本质，在美国经济滞后中国进入过渡期的情景下，我们维持美国补库存于 11 月份开始的判断。

■ 贸易保护主义抬头，人民币升值压力加剧

9 月份我国对主要贸易伙伴的进出口都出现不同程度的回升。其中，中国自欧盟和东盟进口的增长比较显著，3 季度欧元区继续维持宽松货币政策的立场，以及上半年财政政策效果的持续深化，都成为推动中国对欧贸易持续超越美日的主要动力；另外，对东盟的快速增长体现出我国外贸多元化格局的深化，9 月对东盟出口同比率先转正即是最佳例证。但是，由于外需的真正回升从根本上依赖于美国和欧洲收入—消费的增长，这取决于其实体经济的真正反转，而我们预计这一时间可能会在 2010 年以后，3 季度仅仅只是步入过渡期调整的一个拐点，因此上半年的政策刺激和流动性释放的效用扩散在未来依然有限，4 季度外贸超预期回升的概率较小。在全球贸易保护主义抬头，而人民币又遭遇升值压力的背景下，仅仅通过 3 季度外需的短期季节性拉升，我们仍然难以指望出口会在年内出现超预期恢复，这也决定了国内经济正在步入“前高后低”中的环比回落阶段，经济复苏的高点已过。

相关研究

《出口低于预期验证外需不振现实----8 月份中国

对外贸易数据点评》，李冒余，2009 年 9 月

分析师：

李冒余

(8621) 68751605

limy@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖风

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

事件：2009 年 9 月份中国对外贸易数据

海关总署于 14 日公布 1 至 9 月外贸情况，今年 1~3 季度，我国对外贸易累计进出口总值 15578.2 亿美元，比去年同期下降 20.9%。其中出口 8466.5 亿美元，下降 21.3%；进口 7111.7 亿美元，下降 20.4%。累计贸易顺差 1354.8 亿美元，减少 26%。

9 月份当月我国实现外贸进出口总额为 2189.4 亿美元，同比下降 10.1%，降幅较上月有大幅收窄。其中出口值 1159.3 亿美元，同比下降 15.2%，环比增长 11.8%；进口为 1030.1 亿美元，首次突破千亿美元，同比下降 3.5%，环比增长 17%。当月贸易顺差 129.32 亿美元，同比下降 56.85%，较上月有所扩大。

■ 外贸回升符合预期，经济过渡期已然来临

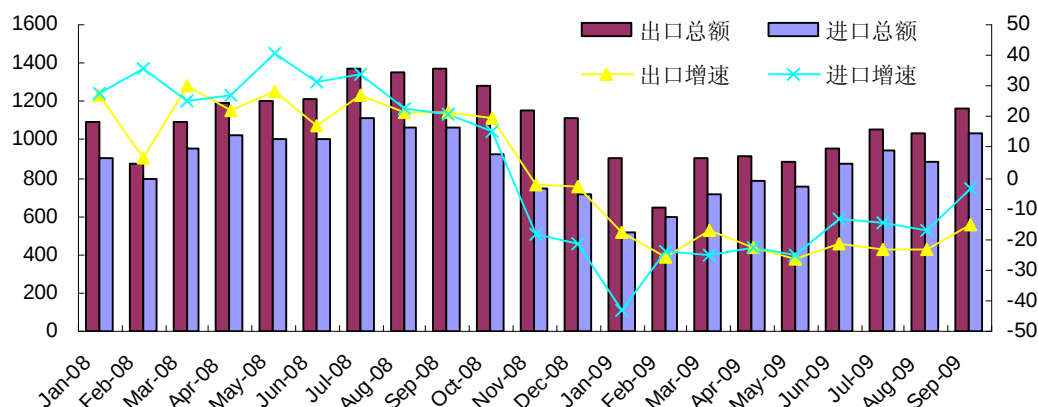
我们在前面的系列报告中反复强调一个观点：季节因素将是 3 季度影响外贸的主因。从历史数据来看，每年的 7 月、9 月都是出口相对集中释放的时期，因此数据较异常。9 月份的数据依然在这个逻辑之内，和市场的预测误差并不大，也略好于我们的预期。经季节调整后，9 月份进出口同比增速收窄的幅度并没有显著改善，只能是稳步回升态势，其中出口为 -20.1%，略高于彭博调查统计的 -21% 的预测值，进口为 -16.2%，略低于市场预期的 -15%。类似于 7 月份我们所经历的数据突然回升，这依然在验证 3 季度美国经济弱势复苏下外需难以超预期的本质，在美国经济滞后中国进入过渡期的情景下，我们维持美国补库存于 11 月份开始的判断。

从 9 月外围经济动态来看，美联储于 23 日决定继续维持 0~0.25% 的超低联邦基金利率，并重申要尽一切可能来促进经济复苏和确保价格稳定。美联储在货币政策决策例会后即发表声明说，近期美国经济活动有所加快，金融市场形势进一步好转，房地产业市场趋向活跃，居民消费趋于稳定，但是仍然受到失业、收入增长缓慢、房产财富缩水以及信贷紧张等多种因素的严重制约。因此，美联储认为在今后一段时间内美国经济仍然比较虚弱，通胀压力也会暂时被抑制。

另一方面，美国人口普查局 29 日公布的调查结果显示，虚弱的经济正在导致美国贫富差距进一步扩大，其中贫困人口和中产阶段遭受的打击最大。这项对美国 300 万个家庭进行的抽样调查表明，2008 年美国平均年收入 13.8 万美元以上的最富有人口的收入是平均年收入 1.2 万美元或以下的最贫困人口收入的 11.4 倍，而这一差距在 2007 年和 2003 年分别为 11.2 倍和 11.22 倍。尽管去年美国居民收入全线下滑，但中低收入者的损失最大，表现为中产家庭平均年收入从 1997 年的 52163 美元降至去年的 50303 美元，这是自 1997 年以来的最低水平，与此同时，美国社会贫困人口则激增至 13.3%，创 1997 年以来的历史新高。

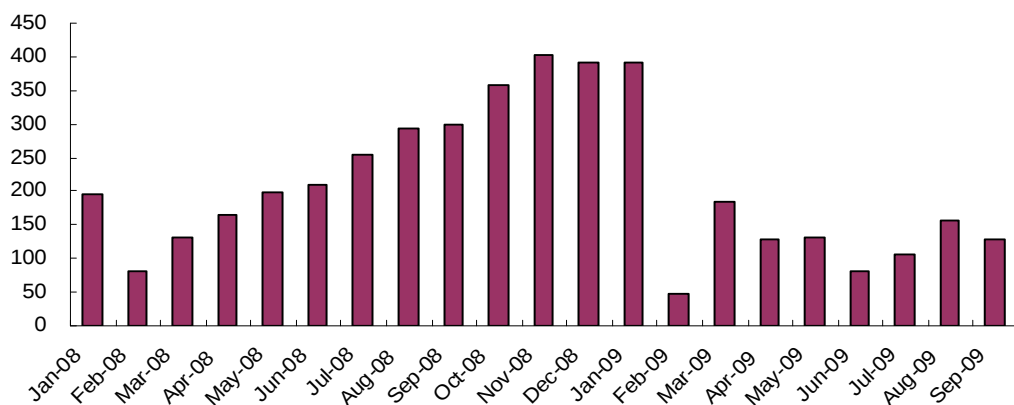
总体上，贫富差距，两极分化，以及失业率的居高不下，诸多问题依然在考验美国经济复苏力度和社会稳定的前景，最新公布的 9 月份失业率数据继续创新高，达到 9.8%，足以佐证我们对于“三无式复苏”下美国经济于 3 季度末进入过渡期调整阶段的判断。基于此，我们认为以美国为首的发达世界经济复苏后续动力的衰减依然是导致 3 季度贸易顺差继续回落的主要原因。

图 1: 中国进出口数据 (单位: 亿美元, %)



资料来源: CEIC, 长江证券研究部

图 2: 中国月度贸易顺差 (单位: 亿美元)



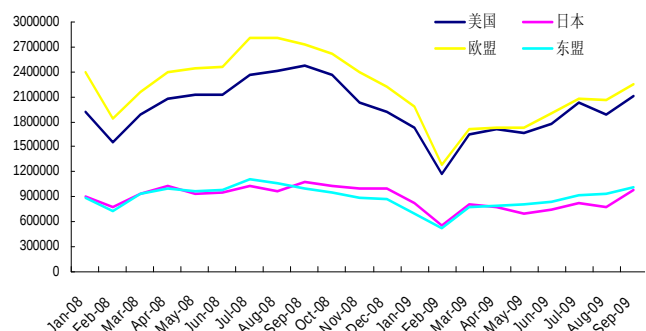
资料来源: CEIC, 长江证券研究部

贸易保护主义抬头，人民币升值压力加剧

9 月份，中国对欧盟出口 226.13 亿美元，同比下降 17.4%；对美国出口 211.55 亿美元，同比下降 14.29%，与 7 月份基本持平；对日本出口 97.64 亿美元，同比下降 9.1%；对东盟贸易区出口 101.8 亿美元，同比上升 1.18%，首次实现正增长。此外，中国自欧盟进口 127.5 亿美元，同比上升 7.62%；自美国进口 69.2 亿美元，同比下降 2.89%；自日本进口 138 亿美元，同比下降 1%；自东盟进口 109.44 亿美元，同比上升 1.67%。

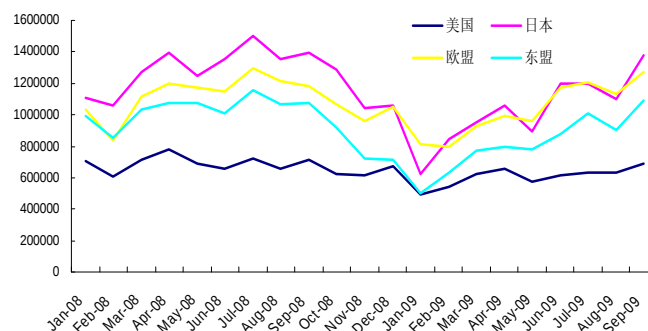
总体上，我国对主要贸易伙伴的进出口都出现不同程度的回升。其中，中国自欧盟和东盟进口的增长比较显著，3 季度欧元区继续维持宽松货币政策的立场，以及上半年财政政策效果的持续深化，都成为推动中国对欧贸易持续超越美日的主要动力；另外，对东盟的快速增长体现出我国外贸多元化格局的深化，9 月对东盟出口同比率先转正即是最佳例证。但是，由于外需的真正回升从根本上依赖于美国和欧洲收入—消费的增长，这取决于其实体经济的真正反转，而我们预计这一时间可能会在 2010 年以后，3 季度仅仅只是步入过渡期调整的一个拐点，因此上半年的政策刺激和流动性释放的效用扩散在未来依然有限，4 季度的外贸超预期回升的概率较小。

图 3: 中国对主要地区的出口 (单位: 万美元)



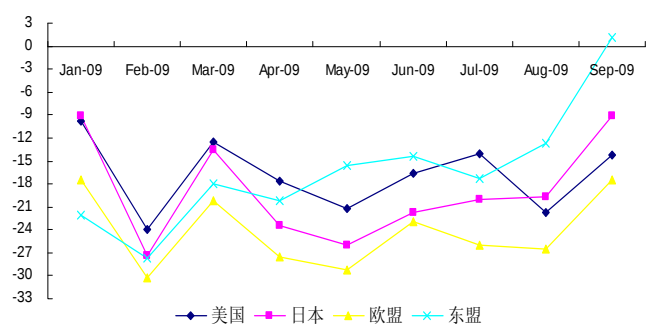
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 4: 中国自主要地区的进口 (单位: 万美元)



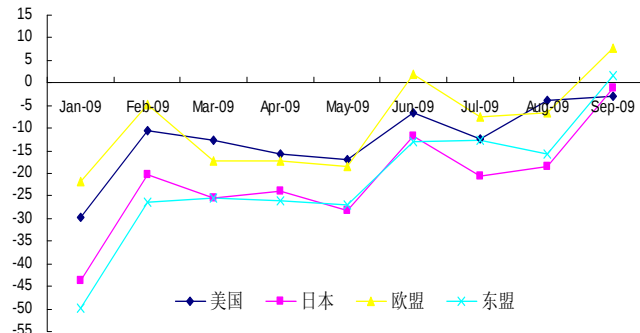
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 对主要地区出口同比变化 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6: 对主要地区进口同比变化 (单位: %)



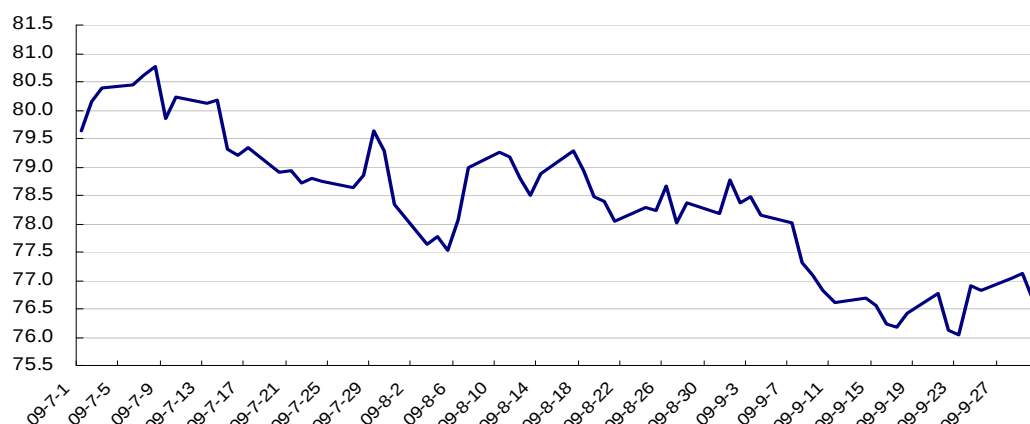
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

基于对经济周期的理解,我们认为,伴随发达国家滞后进入政策和流动性边际效益递减阶段,刚需释放同样会遭遇过渡期调整,因此持续不端的贸易争端将成为未来转移国内经济矛盾的主要手段。

从近期市场动向来看: 9月11日,美国宣布对华实施3年惩罚性关税; 10月6日,欧盟裁定中国输欧无缝钢管对欧盟产业构成损害威胁,决定征收17.7%到39.2%的最终反倾销税; 10月7日,美国商务部宣布,将对对中国出口的无缝标准管、管道管和压力管展开反倾销和反补贴调查。

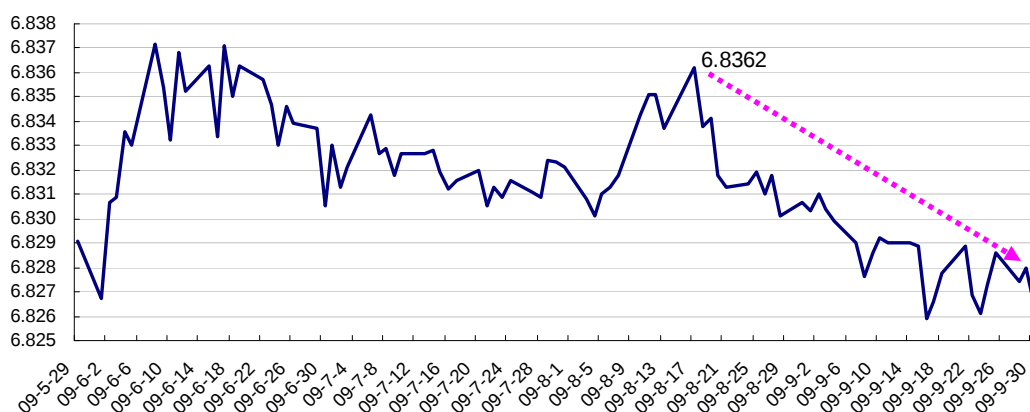
在这种不利的形势下,受美元贬值的推动,8月份下旬以来人民币对美元升值突然加速,10月12日人民币汇率报收6.8234,创5个月以来新高。在全球贸易保护主义抬头,而人民币又遭遇升值压力的背景下,仅仅通过3季度外需的短期季节性拉升,我们仍然难以指望出口会在年内出现超预期恢复,这也决定了国内经济正在步入“前高后低”中的环比回落阶段,经济复苏的高点已过。

图 7：3 季度美元指数走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 8：8 月下旬以来人民币对美元大幅升值



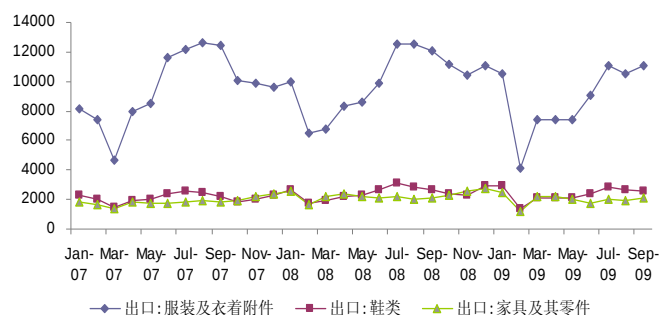
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

9 月外贸分类产品数据回顾

9 月份主要劳动密集型产品和机电产品的出口较 8 月份均有大幅增长。其中，服装及衣着饰品出口 110.81 亿美元，同比下降 8.12%；家具及零出口件 20.74 亿美元，同比回落 1%；鞋类产品出口 25.55 亿美元，较去年同期下跌 4.1%。同时，我国机电产品出口 685.41 亿美元，同比下降 12.56%，高新技术产品出口 368.95 亿美元，同比下滑 8.32%。从最新公布的数据来看，在出口商品中，1~3 季度主要劳动密集型产品出口降幅普遍较小，这是今年外贸能够顺利触底起稳，进而开始回升的关键。

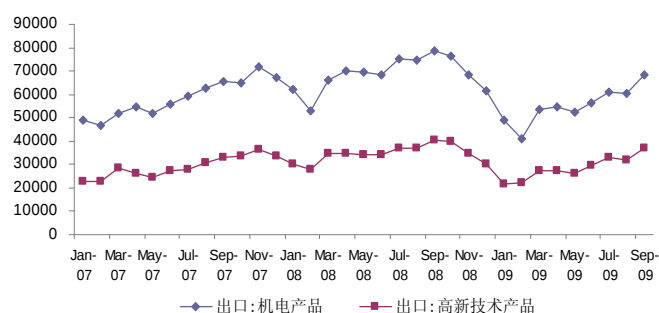
另外，今年 1~3 季度我国进口初级产品 2013.2 亿美元，同比下降 31.6%。9 月份主要大宗商品进口量均有不同程度增长，其中铁矿砂进口 6455 万吨，同比大幅增长 64.67%；原油进口 1720 万吨，同比增长 14.44%，成品油进口 2.8 万吨，下降 31.2%，较 8 月份大幅收窄，受国际大宗商品价格波动和国内成品油价格改革影响，石油能源进口价格近期均出现上涨。另外，9 月份我国进口机电产品 509.3 亿美元，同比略有下滑 0.76%，进口高新技术产品 327.29 亿美元，同比回落 2.4%，工业制品进口出现明显降幅收窄迹象。

图 9: 主要劳动密集型产品出口额 (单位: 百万美元)



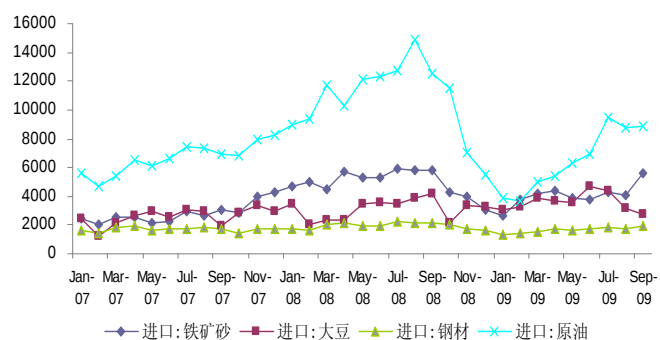
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 机电和高新技术产品出口额 (单位: 百万美元)



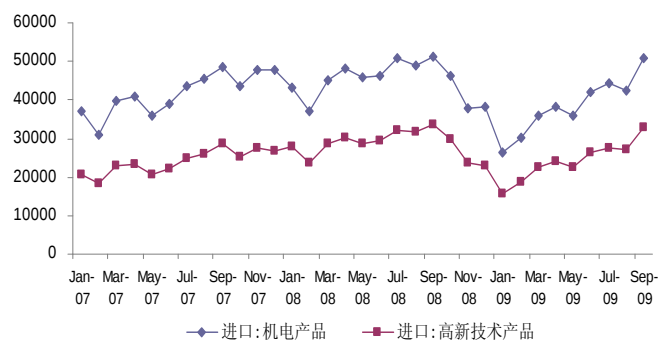
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 11: 主要资源类产品进口额 (单位: 百万美元)



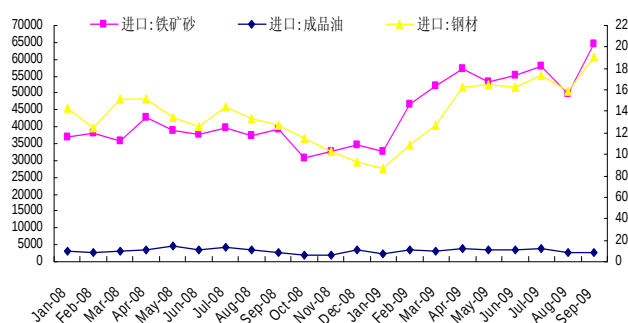
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 12: 机电和高新技术产品进口额 (单位: 百万美元)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 主要资源类产品进口量 (单位: 千吨)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。